

Lóga Máté – Gerlaci Bence:

Scope Ratings, a vállalatok legnagyobb európai hitelminősítője

A hitelminősítők alaptevékenységük során a vizsgált kibocsátó (legyen az állam vagy vállalat) hiteltörlesztési képességéről vagy a vizsgált értékpapír várható megtérüléséről fogalmaznak meg véleményt. Ennek alátámasztásához mind nyilvánosan elérhető, mind pedig közvetlenül a potenciális kibocsátótól származó információt is felhasználnak. Az ezekből származó legfontosabb információkat és megállapításokat egy rövid és tömör elemzésben foglalják össze (hitelminősítői riport), valamint a könnyebb skálázhatóság és összevethetőség végett hitelminősítéssel látnak el. Minden eredményeként a kibocsátó könnyebben és hatékonyabban tud forrást bevonni a hitel- vagy tőkepiacról, míg a finanszírozók a hitelkockázat pontos megismerése miatt sikeresebben tudnak befektetni az adott piacon. Elmondható, hogy a hitelminősítőknek kulcsszerepe lehet a hatékony forráseloszlásban a globális és helyi pénzpiacokon, elősegítve ezzel a pénzügyi stabilitás erősödését és a szükséges befektetői védelmet. A 20. század végére a hitelminősítők, elsősorban a három amerikai (Fitch, Moody's, S&P), a globális pénz- és tőkepiac működésének meghatározó szereplőivé váltak, a hitelfelvevők és a befektetők közti legfőbb közvetítővé léptek elő.

Mára mind az Egyesült Államokban, mind az Európai Unióban a hitelminősítő vállalatok az átfogóbb szabályozói környezetnek köszönhetően transzparensbben működnek, mint a válság előtt. A 2008-as válság kirobbanását követően a hitelminősítők a közgazdasági szakma középpontjába kerültek. Egyfelől azért, mert a kritikusok szerint a strukturált termékek piacán alkalmazott minősítési módszertanuk hozzájárult a válság kialakulásához. Másfelől a közgazdasági szakmában elterjedt az az álláspont, hogy a válság alatt a pénzügyi nehézségekkel szembesülő szuverének esetében történt leminősítéseknek szerepe volt a válság elmélyülésében. További kritika érte emellett a hitelminősítők egyes hitelkockázati eseményekre adott reakcióidejét is, sokak szerint a legfőbb feladatuk elvégzésében nem kellő körültekintéssel jártak el és nem figyelmeztették megfelelő időben a befektetőket. Mindezek miatt a válság után erősen megkopott a hitelminősítőik neve a pénzügyi piacokon, melyre válaszul az őket felügyelő hatóságok szélesebb jogkört kaptak a hitelminősítők átfogó felügyeletére és szabályozására. Ennek következtében, döntési folyamataikat, valamint az azokat megalapozó módszertant szintén az átláthatóság és konzisztencia jegyében hozták nyilvánosságra.

Magyarországon a hitelminősítői termékek piaci elterjedése ezidáig viszonylag szűknek volt tekinthető, mindössze néhány nem pénzügyi vállalat és bank rendelkezett kibocsátói minősítéssel, míg a magyar államot mindhárom amerikai hitelminősítő folyamatosan minősítette. A magyar nem pénzügyi vállalati szektor szerény hitelminősítői tapasztalatának hátterében döntően a hazai tőkepiac fejlettlensége áll: a vállalati szektornak nem volt érdeke, hogy a befektetők vonzásához szükséges független hitelminősítést szerezzenek. Mindeközben a befektetői oldalról sem mutatkozott igény arra, hogy a vállalat működéséről naprakész, folyamatos hitelminősítői adatok álljanak rendelkezésre. Mivel hazánkban döntően banki hitelezésen alapul a vállalatok finanszírozása (ez

igaz mind a kkv, mind a nagyvállalati szegmensre), ezért jellemzően a hitelt nyújtó bank végzi el az adott vállalat „hitelminősítését” a belső kockázatértékelési modelljeik segítségével.

A Magyar Nemzeti Bank Növekedési Kötvényprogramjában való részvétel egyik fő kritériuma, hogy a kibocsátó vállalat értékpapírja rendelkezzen megfelelő hitelminősítéssel, ami hozzájárul Magyarországon a hitelminősítők használatának elterjedéséhez. Az MNB Monetáris Tanácsa 2019. március 26-án úgy határozott, hogy monetáris politikai transzmisszió hatékonyságának javítása érdekében 2019. július 1-jén elindította a vállalati kötvényvásárlási programját. Az új monetáris politikai eszközzel, a Növekedési Kötvényprogrammal (NKP) a Tanács célzottan kívánja elősegíteni a hazai vállalati szektor finanszírozásának diverzifikálását. A program keretében a jegybank csak olyan értékpapírt vásárol, amely rendelkezik egy Európai Értékpapírpiaci Hatóság (ESMA) által nyilvántartott és felügyelt hitelminősítő által szerzett legalább B+ minősítéssel. A megfelelő hitelminősítés megléte tehát szükséges feltétele az NKP-ban való részvételnek, így a kibocsátó vállalatoknak vállalniuk kell a minősítési folyamatot.¹ 2019 végéig 25 vállalat potenciálisan kibocsátandó kötvényének minősítése és a hozzá tartozó riport került fel a jegybank honlapjára, amelyeket a Scope Ratings és az Euler Hermes Ratings végzett el. Ennek következtében a minősített entitások száma 2019 során jelentős bővülésen ment keresztül, így mára a magyar tőkepiaci befektetők a hazai kibocsátókról a korábbiakhoz képest jóval részletesebb képpel rendelkeznek, így befektetési döntéseiket megalapozottabban tudják meghozni.

A hitelminősítő kiválasztásánál számos szempontot érdemes mérlegelnie a kibocsátónak vagy a hitelminősítést megrendelőnek. Elsősorban kulcskérdés, hogy a minősített félnek szükséges minősítés beletartozik-e az adott minősítő tevékenységébe. Emellett érdemes megvizsgálni, hogy a minősítés során csak a vállalat minősítésére kerül sor, vagy esetleg egy általa kibocsátott értékpapír is a vizsgálat tárgyát képezi. További szempont lehet a hitelminősítő partnerköri lefedettsége, a potenciális befektetői kör általi elvárás, illetve nem utolsósorban a hitelminősítő költségstruktúrája is mérvadó lehet a kiválasztáskor. Az összes szempontot egybevetve érdemes meghatározni, hogy melyik hitelminősítővel, vagy bizonyos esetben akár több minősítővel érdemes együtt dolgoznia a kibocsátónak vagy a megrendelő harmadik félnek. Az Európai Értékpapírpiaci Hatóság 2011-ben kizárólagos felügyeleti jogkört kapott az Európai Unióban bejegyzett hitelminősítő intézetek regisztrációjára és tevékenységének ellenőrzésére fölött, ami biztosítékot nyújt a befektetők számára a hitelminősítők megfelelő működésére vonatkozóan.

A hitelminősítők szabályozásának egyik célkitűzése a verseny élénkítése a hitelminősítők piacán, melynek eszköze a kisebb hitelminősítők alkalmazásának segítése. Az Európai Parlament és a Tanács a hitelminősítő intézetekről szóló 1060/2009/EK rendelete, valamint az ESMA 2016-2020-ra vonatkozó stratégiai terveiben is kiemeli a hitelminősítők közötti verseny szükségességét. A minősítők piacán lévő versenyt támogatja az az ESMA-kezdeményezés, miszerint a kibocsátók, illetve a hitelminősítést megrendelők – különösen akkor, ha legalább kettő hitelminősítést használnak – egy kibocsátásnál vagy vállalat esetében alkalmazzanak legalább egy 10 százalékos alatti piaci

¹ A Növekedési Kötvényprogram Terméktájékoztató az alábbi linken keresztül érhető el: <https://www.mnb.hu/monetaris-politika/novekedesi-kotvenyprogram-nkp>

részesedéssel rendelkező² hitelminősítő. A folyamatos és következetes felügyeleti feladatok elvégzéséhez az ESMA elvárja az általa felügyelt hitelminősítőktől többek között azt, hogy a módszertanuk szisztematikus, transzparens és szigorú legyen, illetve a szükséges megfelelési és beszámolási kötelezettségeiknek feleljenek meg. Emellett fontos, hogy a hitelminősítők összeférhetlenségi és függetlenségi szabályoknak is megfeleljenek, valamint a belső ellenőrzési funkciók megfelelően működjenek. Amennyiben az ESMA által elvárt kritériumok valamelyike nem teljesül, azt a felügyelő hatóság szankcióval sújthatja. Habár az EU-ban minden egyes hitelminősítőnek azonos kritériumoknak kell megfelelni, jelentős méretbeli különbségeket tapasztalhatunk, ami döntően a hitelminősítő piaci lefedettségéből, és ezzel összefüggésben az árbevételéből adódik. A hitelminősítő piaci részesedéséről szóló adatokat az ESMA évente nyilvánosságra hozza³, ezáltal is segítve a kibocsátókat, illetve a további hitelminősítés megrendelőket, hogy tájékozódhassanak a kisebb, 10 százalékos alatti részesedéssel rendelkező hitelminősítőkről.

2018-as adatok alapján, az ESMA engedéllyel rendelkező hitelminősítők közül, csak a három nagy hitelminősítőnek haladta meg a 10 százalékos piaci részesedése az Európai Unióban, a kisebb minősítők részesedése érdemben elmaradt ettől (1. ábra). A három nagy hitelminősítőnek, az S&P Global Ratings-nek, a Moody's Investor Service-nek, valamint a Fitch Ratings-nek összesen 92,1 százalékos piaci részesedést tett ki 2018-as beszámolója alapján az Európai Unióban, ami a 2017-ben tapasztalt értékhez képest 2,7 százalékos növekedést jelent. A maradék 7,9 százalék a többi 25 kisebb regisztrált hitelminősítő között oszlik meg, ugyanakkor közöttük is azonosíthatunk relatíve nagyobb piaci részesedéssel és lefedettséggel rendelkező hitelminősítő vállalatot, amelyeket rendszeresen alkalmaznak a piaci szereplők. A Magyar Nemzeti Bank a fedezetértékelésének keretében a három nagy hitelminősítő mellett a Scope Ratings és az Euler Hermes Rating által minősítéseket fogadja el⁴.

² Piaci részesedés számolása a hitelminősítési tevékenységből és a kiegészítő szolgáltatásokból származó éves árbevétel alapján számolja az ESMA.

³ <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-2019-cra-market-share-calculation-in-eu>

⁴ <https://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-politikai-eszkozok/fedezetertekeles>

1. ábra: Az Európai Unióban regisztrált hitelminősítők piaci részesedése az EU-ban (2018)

Hitelminősítő neve	Piaci részesedés 2018 (%)	Piaci részesedés 2017 (%)	Változás
S&P Global Ratings	42,09	42,26	-
Moody's Investor Service	33,39	32,04	+
Fitch Ratings	16,62	15,1	+
DBRS Ratings	2,46	1,88	+
The Economist Intelligence Unit	0,87	0,86	+
AM Best Europe-Rating Services	0,82	0,77	+
Cerved Rating Agency	0,81	0,82	-
Creditreform Rating	0,55	0,51	+
Scope Ratings	0,49	0,28	+
GBB-Rating	0,32	0,28	+
Axesor Risk Management	0,21	0,14	+
CRIF Ratings	0,21	0,17	+
Assekurata	0,20	0,19	+
ICAP	0,19	0,12	+
Euler Hermes Rating	0,18	0,2	-
ARC Ratings	0,15	0,06	+
ModeFinance	0,13	0,1	+
Capital Intelligence Ratings	0,12	0,11	+
QIVALIO SAS	0,08	0,04	+
Kroll Bond Rating Agency Europe	0,03	-	+
DG International Rating	0,02	0,03	-
BCRA Credit Rating Agency	0,02	0,01	+
INC Rating	0,01	0,01	+
EuroRating	0,01	<0,01	+
Nordic Credit Rating AS	0,01	-	+
Rating-Agentur Expert RA GmbH	<0,01	<0,01	+
ACRA Europe	<0,01	<0,01	+
Inbonis	-	-	+

Forrás: Report on CRA Market Share Calculation, 2019. november 29.

Megjegyzés: Kék színnel az MNB fedezetértékelésekor elfogadott hitelminősítők jelölve.

A három nagy hitelminősítő mellett a DBRS Ratings, a Scope Ratings, az Arc Ratings és a Kroll Bond hitelminősítők nyújtanak minden eszközkategóriában hitelminősítési szolgáltatást. Alapvetően a hitelminősítők öt eszközkategóriában nyújtanak szolgáltatást: nem pénzügyi vállalati szektor, pénzügyi vállalati szektor, biztosítók, szuverén minősítés és strukturált termékek minősítése terén. A Scope Ratings magyarországi kapcsolódása nem csak a jegybank Növekedési

Kötvényprogramja keretében minősített nem pénzügyi vállalatok minősítéséből adódik, hanem hazánk országminősítéséből is⁵.

2. ábra: A hitelminősítők és a különböző eszközosztályokon belül vállalt minősítési tevékenységük

Hitelminősítő neve	Nem pénzügyi vállalatok minősítése	Pénzügyi vállalatok minősítése	Biztosítók minősítése	Szuverén minősítése	Strukturált termékek minősítése
S&P Global Ratings					
Moody's Investor Service					
Fitch Ratings					
DBRS Ratings					
The Economist Intelligence Unit					
AM Best Europe-Rating Services					
Cerved Rating Agency					
Creditreform Rating					
Scope Ratings					
GBB-Rating					
Axesor Risk Management					
CRIF Ratings					
Assekurata					
ICAP					
Euler Hermes Rating					
ARC Ratings					
ModeFinance					
Capital Intelligence Ratings					
QIVALIO SAS					
Kroll Bond Rating Agency Europe					
DG International Rating					
BCRA Credit Rating Agency					
INC Rating					
EuroRating					
Nordic Credit Rating AS					
Rating-Agentur Expert RA GmbH					
ACRA Europe					
Inbonis					

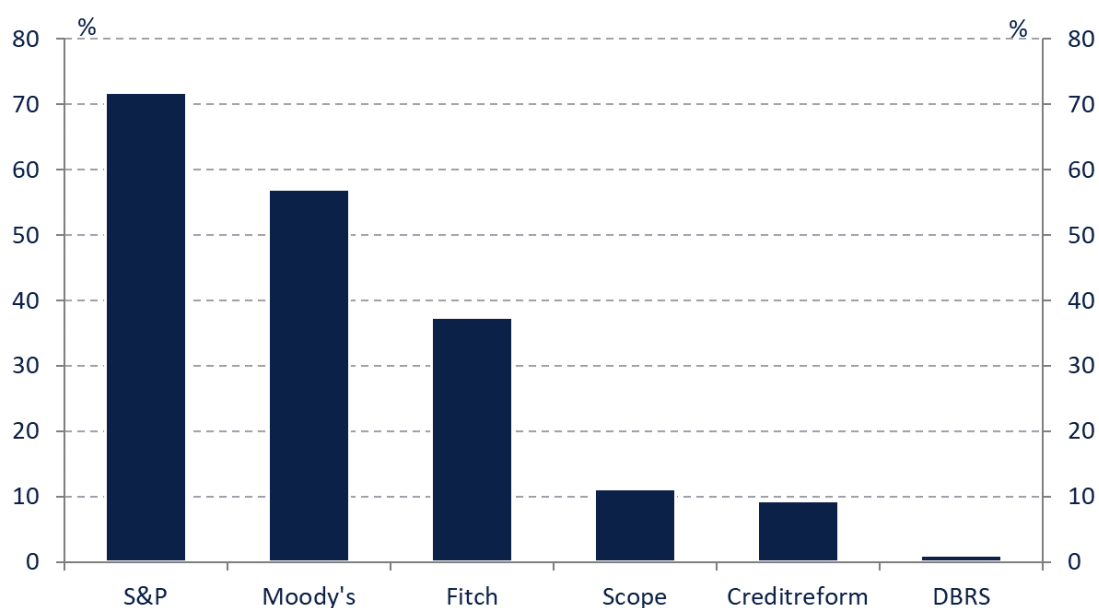
Forrás: Report on CRA Market Share Calculation

A nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott adósságtípusú értékpapírok esetében a három nagy hitelminősítő után a berlini székhelyű Scope Ratings rendelkezik a legnagyobb lefedettséggel az EU-ban. Az ESMA adatokat megvizsgálva azt láthatjuk, hogy az EU-ban történő nem pénzügyi vállalatok kötvénykibocsátásai esetében a vállalatok jelentős része használja az S&P minősítését, és több, mint fele a Moody's-t. A három nagy hitelminősítő mellett érdemes megemlíteni a kisebb

⁵ <https://www.scoperatings.com/#search/research/detail/161224EN>

hitelminősítők közül a német Scope Ratingset és a szintén német Creditreformot, akik lefedettsége 10 százalék körül van ebben a szegmenseben. A nem pénzügyi vállalatok mellett a Scope lefedettsége a pénzügyi vállalatok terén is előkelő helyen van, 2018 végén az ötödik helyen áll a hitelminősítők között. Ezen felül a Scope a szuverén minősítéseket tekintve a három nagy után a negyedik, míg az Európai Unióban történő strukturált termékek kibocsátásainál az ötödik legnagyobb lefedettséggel rendelkezik. Mindezt alapul véve kijelenthető, hogy a Scope Ratings tekinthető a legnagyobb európai székhelyű, holisztikus hitelminősítői tevékenységet végző intézetnek az EU-ban.

3. ábra: A nem pénzügyi vállalatok által történt kibocsátásoknál a főbb hitelminősítők piaci lefedettsége az EU-ban (2018)



Forrás: Report on CRA Market Share Calculation

Megjegyzés: Az ábrán egy százalék fölötti lefedettséggel rendelkező hitelminősítők szerepelnek

Összességében elmondható, hogy a három nagy, ismert hitelminősítő piaci részesedése és lefedettsége az Európai Unióban továbbra is domináns, ugyanakkor a piaci szabályozásnak és az irányelveknek köszönhetően a kisebb hitelminősítők szerepe is egyre fontosabbá válhat az uniós tőkepiacon. A hitelminősítők közötti verseny élénkülése hozzájárulhat a hitelminősítők szélesebb körű alkalmazásához, a hatékonyság és a transzparencia növekedéséhez és nem utolsósorban a pénzügyi stabilitás erősödéséhez. A kisebb, ugyanakkor kimondottan az európai vállalati piacra koncentráló hitelminősítők könnyen versenyelőnyben találhatják magukat a nagyobb amerikai hitelminősítőkkel szemben, ha a szofisztikáltabb értékelési rendszerükkel sikeresen tudnak reflektálni az európai vállalatok sajátosságaira. A kompetitív előnyök továbbá megtestesülhetnek abban is, hogy a kisebb hitelminősítők tevékenységüket olyan országokban terjesztik ki, ahol tér van a tőkepiac mélyülésére. A hitelminősítők piacán tapasztalt verseny intenzitásának további emelkedése

kapcsán kulcskérdés lehet a kisebb hitelminősítők irányába tanúsított befektetői bizalom emelkedése.

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2020. január 16-án.”